

## **Bce, tassi e aspettative: fare attenzione all'effetto boomerang**

*di Donato Masciandaro*

Col passare dei giorni, è sempre più evidente che la Bce, nella sua prossima riunione, dovrà prendere una doppia decisione: se e come innalzare i tassi di interesse. Il “come” è più importante del “se”, perché quello che conta è l'effetto che una tale decisione avrà sulle aspettative, e recenti evidenze empiriche confermano il rischio dell' “effetto boomerang”: sbagliando il “come”, l'annuncio di una politica monetaria restrittiva viene interpretato come un aumento dei costi combinato con una crescita dell'incertezza, con il risultato finale di destabilizzare le aspettative. Cioè una toppa che è peggio dello sbrego.

Il punto di partenza è ricordare quale è la logica economica che guiderà le decisioni della BCE nella sua prossima riunione. C'è uno shock rappresentato dal “fattore Hormutz”: un innalzamento dei prezzi dell'energia che si intreccia con difficoltà logistiche ed organizzative. Dal punto di vista macroeconomica, è uno shock dal lato dell'offerta aggregata, che produce simultaneamente un rischio inflazione e un rischio stagflazione. La reazione ottimale di una banca centrale è quella di definire una politica monetaria che influenzi nella giusta direzione le aspettative delle famiglie e delle imprese, veicolando in modo credibile un messaggio: l'inflazione non salirà. In questo caso, la BCE dovrà decidere in giugno “se” il fattore Hormutz sarà ancora compatibile con la politica passiva finora seguita, oppure sarà necessario iniziare una politica attiva di innalzamento dei tassi di interesse, verosimilmente di venticinque punti base. Il problema è che non basta modificare i tassi di interesse per essere credibili; il “come”, cioè le modalità con cui si cambia la strategia di politica monetaria fanno la differenza. Una recente e robusta analisi empirica sulle famiglie americane conferma che il “come” è fondamentale, perché il meccanismo di trasmissione che va dall'annuncio della banca centrale, passa dalle conseguenze sulle aspettative, e infine determina le decisioni può essere anche molto diverso da quello che viene raccontato tradizionalmente. Tale meccanismo si sviluppa in due stadi. Nel primo stadio l'innalzamento dei tassi viene percepito come un aumento dei costi che gravano sulle famiglie e sulle imprese, che è tanto più alto quanto più sia le une che le altre sono indebitate. Quindi tassi più alti significa che ci sarà un aumento delle aspettative di inflazione, che è il contrario del racconto tradizionale. Nel secondo stadio, l'aumento delle aspettative di inflazione si accompagna ad una contrazione delle spese sia di consumo che di investimento, in quanto segnale di maggiore incertezza futura; anche questo è il contrario del racconto tradizionale. Il risultato finale è che una politica monetaria restrittiva provoca un innalzamento dell'inflazione ed una contrazione dell'attività, che è esattamente il contrario di quello che la banca centrale vorrebbe invece innescare: si verifica un tossico “effetto boomerang”. Quindi la Bce dovrà interrogarsi non solo sul “se” aumentare tatticamente i tassi di interesse, ma soprattutto sul “come”, visto che saremmo di fronte ad un cambio di strategia monetaria, visto che a giugno sarà passato esattamente un anno dall'ultima volta in cui i tassi di interesse sono cambiati. La domanda a cui i banchieri centrali riuniti a Francoforte dovranno dare la risposta è: l'attuale condotta basata sulla politica monetaria al buio è quella più efficace per ridurre il rischio di un “effetto boomerang”? L'aver introdotto le previsioni macroeconomiche con il meccanismo degli scenari, è un progresso dal punto di vista della

trasparenza, ma non della credibilità. Occorre il passo successivo: impegnarsi sui tassi futuri. Infatti, per minimizzare il rischio boomerang, occorre disinnescare sia il primo meccanismo - la politica monetaria è un costo - sia il secondo meccanismo - la politica monetaria sta aumentando l'incertezza. La strada è quella di presentare tutta la strategia monetaria, non solo il primo passo: se condivido la rotta con cui voglio mantenere l'inflazione sotto controllo, la politica monetaria diventa un costo necessario e transitorio. Oppure non si cambia nulla, e si mette la testa nella sabbia, sperando che il boomerang non arrivi.